

2022年5月24日 全13頁

欧州経済見通し まとわりつく負のオーラ

ウクライナ侵攻の長期化によって、不透明さを払拭できず

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- ロシアのウクライナ侵攻から3ヵ月が経過したが、収束の目途が立っていない。ウクライナ侵攻の長期化は、ロシアとの関係、特に企業や家計の活動の糧であるエネルギーの依存度の高さから、欧州経済に大きな影響を与えている。日が経つにつれて、欧州経済の見通しは下方修正されている。
- ウクライナ侵攻という大きな不確実性を伴うショックに加えて、エネルギーや食料品など生活必需品を中心に価格が高騰したことが、個人消費を一段と押し下げたとみられる。また、ウクライナ侵攻によって供給サイドのボトルネック解消が阻害され、生産活動の停滞の長期化やエネルギー等の資源価格の上昇が、企業活動を鈍らせた。
- 脱ロシアに向けた取り組みは、総論（EU全体）では一致するものの、各論（個別の国）では停滞する状況も生じている。特に、エネルギー等、企業活動・国民生活に直接的な影響を及ぼす事柄になると、国内世論に左右される民主主義国家の指導者・政治家は、行動が鈍くなる。また、多国間協議では、全会一致の必要性を盾に取って、自国に有利な条件を引き出そうとする老獪な政治家も見られ、協議が進まない。
- 停滞感が強まる中で、想定を大幅に上回る高インフレに対して、ECBやBOEは忙しく動いている。昨年12月から先行して利上げを実施しているBOEは、2023年のマイナス成長の可能性に言及し、インフレ対応と成長維持の両立の難しさを体現している。

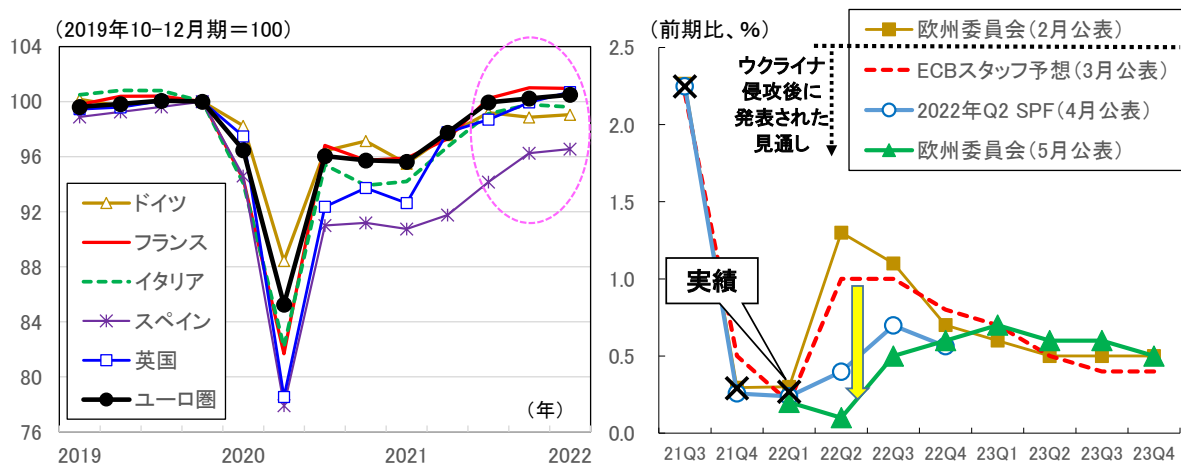
ユーロ圏経済

2022年1-3月期のGDP成長率は年率+1.1%と、2四半期連続の低成長に

ユーロ圏の2022年1-3月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.3%(年率換算+1.1%)となり、事前の予想と概ね同じ結果となった¹。2022年1-3月期は、一部の国において引き続き行動制限の負の影響が残ったものの、総じて、新型コロナウイルス(以下、コロナ)の新規感染者数はピークアウトし、制限解除による経済の正常化が景気を押し上げる場面も見られた。だが、2月下旬にロシアによるウクライナへの軍事侵攻が始まり、それまでの緊張状態から実際の危機へと状況が一変した。ウクライナ侵攻という不確実性を伴うショックに加えて、エネルギーや食料品など生活必需品を中心に価格が高騰したことが、個人消費を押し下げたとみられる。また、ウクライナ侵攻によって供給サイドのボトルネック解消が阻害され、生産活動の停滞の長期化やエネルギー等の資源価格の上昇が企業活動を鈍らせた。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、ポルトガルが前期比+2.6%と最も高い伸びを示し、オーストリア(前期比+2.5%)、ラトビア(同+2.1%)と高成長が続く。一方、主要国では、ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツは同+0.2%と2四半期ぶりにプラスに転じたが、前期の落ち込み(同▲0.3%)をカバーするほどの力強さはなく、イタリア(同▲0.2%)やフランス(同▲0.05%)は小幅ながら5四半期ぶりのマイナス成長となった。スペインは同+0.3%と4四半期連続でプラス成長を維持するも、過去2四半期の前期比2%台の高成長から大きく減速した。

図表1 欧州主要国の実質GDP(左)、専門家等によるユーロ圏の景気見通し(右)



(出所) Eurostat、ONS、ECB、欧州委員会、Haver Analytics 資料より大和総研作成

主要国の中でいち早くコロナ禍前(2019年10-12月期)のGDP水準を上回ったフランスは、家計消費が前期比▲1.3%と減少に転じたことが景気の足を引っ張っており、コロナ感染の再拡大を受けて在宅勤務が増加し、ホテルやレストランを利用する人数が減少したことが影響していると考えられる。家計消費を除く需要項目はプラスに寄与したが、成長を牽引するほどの力強さはなく、在庫増減の前期比寄与度は+0.4%ptと需要項目の中で最大のプラス要因となっ

¹ 速報値は、前期比+0.2%(年率換算+0.8%)だった。また、ECBが発表したEU域内の専門家への調査(Survey of Professional Forecasters、SPF、4月15日公表)では前期比+0.24%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、2022年1-3月期は年率+0.8%」(大和総研レポート、2022年5月2日)を参照。

た。外需の寄与度は+0.1%pt と 3 四半期連続のプラスになった。エネルギー等や精製油の輸出は急減する一方、エネルギー等の輸入は急増した。ウクライナ侵攻を受けてエネルギー確保の必要性が増したことが影響した可能性がある。

プラス成長を維持したスペインは、家計最終消費支出が前期比▲3.7%と 4 四半期ぶりにマイナスになる一方、総固定資本形成は同+3.4%と 2 四半期連続で 3%を上回る高い伸びとなり、家計とは対照的である。設備投資以上に成長率を押し上げたのが外需であり、輸入が減少に転じたために寄与度のプラス幅は前期から拡大した。なお、スペイン統計局は、コロナ禍の影響に加えて、1-3 月期にはウクライナ侵攻によってエネルギー市場や国際貿易、価格等に著しい歪みが生じていると言及しており、今後のリバイスで大きく変化する可能性がある。また、反発が限定的だったドイツの場合、ドイツ連邦統計局によると、企業の設備投資が増加する一方、外需が成長を押し下げており、輸出の不振が低成長の一因であったことを示唆している。同様に、イタリアも内需（在庫変動等）がプラスに寄与する一方、外需が押し下げ要因になった前期と同じトレンドが続いているという。

ロシアによるウクライナ侵攻の長期化で、4-6 月期以降も低成長が続く見通し

2 月下旬のロシアによるウクライナ侵攻以降、市場参加者や国際機関、欧州当局は、欧州経済の見通しを大幅に下方修正してきた。5 月半ばに公表された欧州委員会の経済予測では、2022 年のユーロ圏の成長率を+2.7%と侵攻前の 2 月時点よりも+1.3%pt も引き下げた（2023 年は+0.4%pt 引き下げて+2.3%に）。四半期ごとでは、4-6 月期に一段と減速した後、年後半から 2023 年にかけてやや加速すると見込まれるものの、ウクライナ侵攻前に見られた前期比 1%超のような力強さは想定されていない（前掲図表 1 右）。ポストコロナ禍の本格的な回復期待を、ウクライナ侵攻の長期化が相殺してしまった形だ。なお、2022 年のユーロ圏は 1.9%の成長のゲタ（carry-over effects）を履いており、見かけ上高い成長率を実現しやすい。逆に言うと、2022 年がゼロ成長あるいはマイナス成長に陥るには、相当に強い下押し圧力がかかった時になるろう。

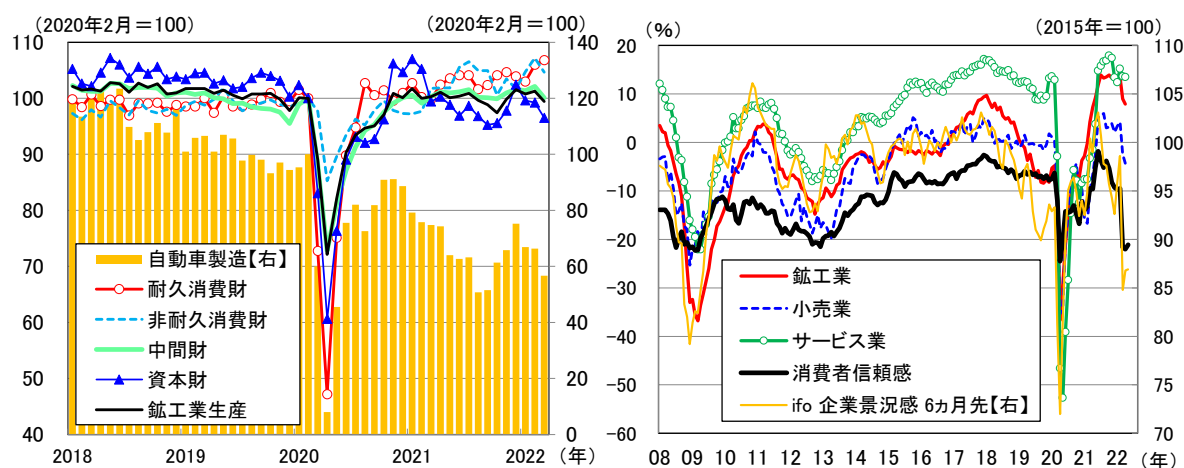
3 月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲1.8%と 2 ヶ月ぶりに減少した。内訳を見ると、資本財や非耐久消費財、中間財、エネルギー等が揃って減少した（耐久消費財のみ増加）。主要国では、イタリアが辛うじて横ばいを保った以外は、ドイツ同▲5.0%、スペイン同▲1.8%、フランスが同▲0.5%といずれも冴えない。特に、ドイツの場合、3 月の製造業受注も同▲4.7%と 2 ヶ月連続で減少し、市場予想を上回るマイナスとなった。国内・海外ともに減少したが、より影響が大きかったのが受注全体の約 7 割を占める海外からの受注減である。ユーロ圏外から 4 ヶ月ぶりに増加に転じたものの、ユーロ圏以外からの受注の落ち込みが響いた。ドイツ政府は、ウクライナでの戦争に伴う不確実性の高まりが海外需要を抑制したと分析しており、ウクライナ侵攻の長期化により先行きの不透明さが払拭できないことから、企業の経営判断に基づく受注のキャンセルが増える可能性に留意する必要があるろう。

4 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 105.0 と前月から▲1.7pt 低下し 2021 年 3 月以来の低水準となった。サービス業が前月からほぼ横ばいだったのに対して、鉱工業や小売業、建設業、消費者マインドはいずれも低下した。ただ、ウクライナ侵攻直後の 3 月に

比べると低下幅は縮小し、コロナ禍の初期段階で見られたスパイラル的な悪化は回避されている²。ウクライナ侵攻の様々な余波・制約を受けているものの、欧州の経済活動が継続していることが大きいと考えられる。

また、ifo 経済研究所が発表した5月のドイツ企業の景況感指数も、市場の予想に反して2ヵ月連続で上昇し、3月に急落したビジネス環境の現状認識、先行き（半年先）の見通しともに下げ止まった。特に、現状認識は2021年10月以来の高水準とウクライナ侵攻の影響を受けていないようだ。業種別では、製造業、サービス業などの業種にも改善が見られ、特にサービス業の現状認識はコロナ禍前以来の高水準である（先行きは悲観的になっているが）。ifo 経済研究所は、インフレ高騰やサプライチェーンの混乱、これらに拍車をかけたウクライナ侵攻に直面しながらも、ドイツ経済は回復力があることを示しており、“現時点では、景気後退のサインは見られない”と分析する。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（右）



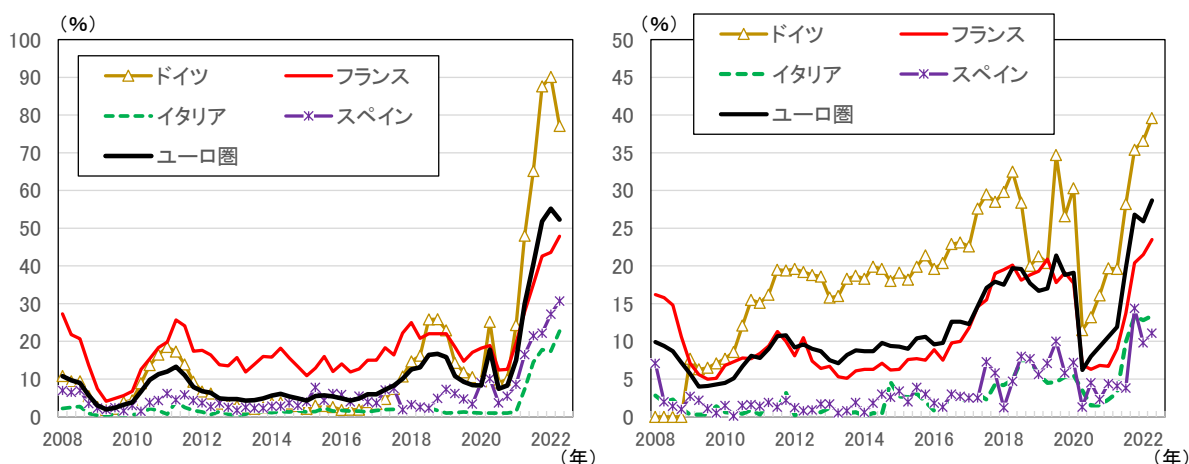
(出所) Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ウクライナ侵攻前の段階でもサプライチェーンの混乱は未解決の問題であったが、ウクライナ侵攻によって再び毀損した可能性がある。ユーロ圏の製造業の企業が生産活動を制限する要因として、コロナ禍の初期段階では多くの企業が需要不足を挙げていたが、2021年以降は、材料・機器不足が大幅に増えている。続いて、人員不足を指摘する割合が着実に高まっており、製造業にとっては、材料・機器不足に並ぶ懸念材料となっている。一方で、需要不足を挙げる割合は低下している。つまり、企業は、せっかくの注文（需要）を供給不足のために応えきれない可能性があり、企業活動に影響を落としている。

もともと、材料・機器不足を挙げる割合は国によって異なり、主要国ではドイツが顕著である一方、スペインやイタリアはドイツほど高くなく、スペインでは他の国よりも需要不足がネックであり、イタリアは制約要因なしと回答する企業が多い。また、サービス業の企業が制約要因として挙げているのが人員不足と需要不足である。特に2020年以降高まっているのが前者であり、国別では、製造業同様にドイツが最も深刻である。

² 5月のユーロ圏の消費者信頼感（速報）は、低位である点は変わらないが、横ばいで推移している。

図表3 国別に見た制約要因～【製造業、材料・機器不足】(左)、【サービス業、人員不足】(右)



(注) 左図：材料・機器不足を主な制約要因に挙げた製造業の割合。右図：人員不足を挙げたサービス業の割合。
(出所) 欧州委員会、Haver Analytics 資料より大和総研作成

マインド悪化と高インフレが家計の重し ～ 政府の対応でエネルギー負担が軽減される国も

4月のユーロ圏の新車登録台数(季節調整はECBによる)は前月比+1.1%と2ヵ月ぶりに増加したが、3月の大幅減(同▲13.4%)の反動としては限定的である。主要国では、スペインが同+40.5%と前月の大幅減の反動が見られたが、イタリアやドイツ、フランスは前月に続いて減少し、コロナ禍前(2020年2月)の6割程度の水準にとどまっている。半導体不足の長期化に加えて、ウクライナからの部品が調達できずに生産が遅れる等、供給不足が需要の顕在化を妨げ続けている。自動車以外の小売売上も横ばいで推移しており、自動車購入に充てられるはずだった予算が他の支出に積極的に回っている様子も見られない。

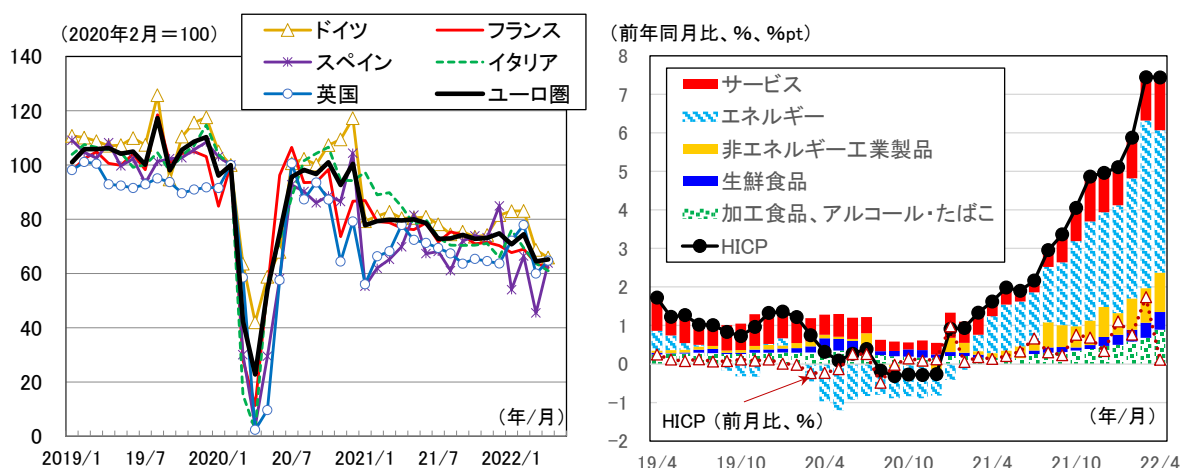
財・サービスの価格上昇が、実質消費支出の伸びを抑制している可能性がある。人々は、極端に財布の紐を締めたつもりはないが、実際の購買量が限られる現実を前にすると、満足度は乏しいものとなる。コロナ禍の初期にも消費者マインドは極端に落ち込んだが(▲20%超、前掲図表2右)、ロックダウン解除もあって2ヵ月間で改善傾向に向かった。足もとでは▲20%超の状態が3ヵ月間に及び、ウクライナ侵攻の長期化によってさらに延びる可能性がある。

4月のユーロ圏のインフレ率(HICPベース)は前年比+7.4%と3月(同+7.4%)から変わらず、高止まりしている³。要因分解すると、エネルギーの上昇(同+37.5%)が引き続きインフレ率を大きく押し上げているが、エネルギーの寄与度そのものは3月から縮小した。代わって、加工食品・アルコール・たばこ、サービス、非エネルギー工業製品の寄与度が拡大した。国別では、フランスやイタリアのインフレ率は相対的に低い一方、ドイツやスペインは同+8%前後と高く、エストニアやリトアニア等、5カ国は2桁台の非常に高い伸びとなっている。

ウクライナという不確実要因を念頭に置きつつ、2011年7月以来となるECBの利上げのタイミングが近づいている。既に世界的に金利が上昇しており、企業や家計、政府等、資金の借り手にとっては返済コストの増加につながる他、グローバルなお金の流れを変える可能性がある。

³ もっとも、ECBが算出する季節調整済みのHICPで計算すると、4月は前月比+0.1%と3月(同+1.7%)から伸び率が鈍化している。

図表4 欧州各国の新車登録台数の推移（左）、ユーロ圏のインフレ率【HICP】の要因分解（右）



(出所) Eurostat、ONS、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

強化されるロシアへの経済制裁 ～ EUは石炭に続いて石油禁輸を打ち出すも、依然まとまらず

ウクライナ侵攻の長期化に合わせて、欧米等の先進国は軍事支援に加えて、ロシアに対する経済制裁の内容を一段と強化しているが、残された領域が、ロシアからのエネルギー（原油、石炭、天然ガス）の取扱いである。制裁効果の点から、ロシアからのエネルギー禁輸をどれくらいのスピードでどの範囲まで実行するかがポイントになる。だが、ロシアの外貨獲得を封じる切り札になるのと同時に、ロシアへのエネルギー依存度が高いEUにとっても大きな打撃は避けられない。また、国によってエネルギー自給率やエネルギーミックスの構成が異なり、どこからエネルギーを輸入・調達しているか等、千差万別であることから加盟国間における温度差が存在し、各国の思惑が複雑に入り交じり調整に時間を要すると考えられる。

4月上旬に決定されたEUの第5弾の経済制裁にはロシア産石炭の輸入禁止が盛り込まれ、4ヵ月間の移行期間を経て8月から実施される予定である。そして、5月初めに、欧州委員会はロシア産石油の年内の輸入禁止等を盛り込む制裁第6弾を提案した。ただ、東欧を中心に、ロシア依存度が高く石油禁輸に慎重な国もあり、禁輸までの猶予期間を設けることで妥協を図っている。だが、依然としてハンガリーのオルバン政権は、自国のエネルギー安全保障が脅かされると性急な禁輸に異議を唱え、長い猶予期間やより多くの補償を得ようと条件闘争を行っている。

提案から3週間が経過するも、全会一致には至っていないために制裁第6弾は宙に浮いたままである。もっとも、ロシアへのエネルギー依存が高い欧州各国では、将来的に脱ロシアを進めるにしても準備するための時間が欲しいというのが本音の国も少なくないだろう。従って、ハンガリーが汚れ役を引き受けて長引かせている状況を、何が何でも打破しようとする強力な動きも見られないのかもしれない。欧州委員会は石炭・石油に続いて天然ガスも禁輸の対象として検討する方針だが、利害関係が複雑化し、実現のハードルは高いとみられる。

一方、ロシアも、非友好的行為を行った国・地域（非友好国）に対して報復措置を実施している。具体的には、リース資産（航空機等）を返さない、エネルギー支払い等でルーブル決済を要求、撤退する外国企業の資産接収、製品や原材料の輸出を禁止する等である。実際、ルーブル払

いに応じなかったとして、4月27日にポーランドやブルガリア、5月21日にはフィンランドへの天然ガスの供給を止めた。ちなみに、ロシアが3月上旬に公表した非友好国・地域には、EU加盟国27カ国（当然ながらハンガリーもその対象）や米英、日本等を含めた48カ国・地域がリストアップされたが、NATO加盟国30カ国の中で唯一非友好国ではないのがトルコであり、ロシアが特別視している証左といえよう。

そのトルコのエルドアン大統領が、フィンランドとスウェーデン両国のNATO加盟申請に対して難色を示している。正式加盟には既存メンバーによる全会一致の承認が必要であるが、トルコがテロ組織とするクルド人武装組織のメンバーを両国が保護していること、そして、トルコのシリアへの対応に対して、両国が制裁（武器輸出禁止）を科していることにトルコは反発している。今後、両国の加盟に賛成である米やその他欧州諸国がトルコを説得する協議になろうが、ハンガリー同様に、トルコも自国に有利な条件を引き出そうとするだろう。

図表5 EUが決定したロシア等に対する経済制裁（案を含む）

	決定日	内容
第1弾	2月23日	個人・団体の資産凍結及び資金提供の禁止、ロシア政府や中銀によるEU資本・金融市場へのアクセス制限等
第2弾	2月25日	ロシア国有企業のEU市場へのアクセス制限、石油精製への関与禁止、航空宇宙産業への禁止（航空機・部品機器の販売禁止）、ビザ発給制限
第3弾	2月28日	資産凍結・渡航禁止の対象を拡大、ロシア航空会社のEU域内通過・発着禁止、 ロシア中銀への追加措置（保有資産や外貨準備の取引禁止）
	3月2日	SWIFTシステムからロシア金融機関の排除 を決定（3/12から開始） 第2位VTBバンクを含む7行、最大手のズベルバンクやガスプロムバンクは見送り
第4弾	3月15日	特定のロシア国営企業と取引禁止、格付けサービスの提供禁止、エネルギーセクターへの新規投資禁止、鉄鋼輸入・贅沢品輸出禁止など
第5弾	4月8日	石炭輸入禁止（4ヵ月間猶予期間） 、ロシア事業者の陸上輸送・港湾アクセス禁止（例外あり）、特定品の輸出入禁止、金融規制など
第6弾	5月	【案】ロシア産石油の輸入禁止（原油を6ヵ月以内に、精製製品は年末までに供給停止、一部の国にはより長い猶予期間） 、ズベルバンク等をSWIFTから排除

（出所）欧州委員会資料より大和総研作成

厳しさが増すロシアでのビジネス ～ 進むも地獄、退くも地獄

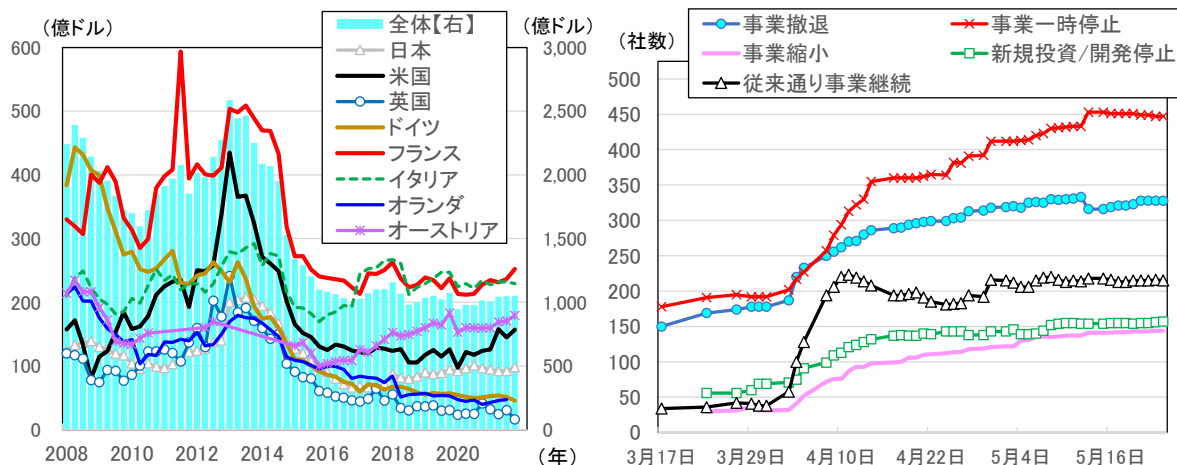
ロシアへの経済制裁が強化される中、ロシアに進出していたグローバル企業は様々な困難に直面している。損失を計上してロシア事業から撤退する方針を示した企業、物流が混乱し部材調達もままならない状況下で生産停止を余儀なくされる企業、そしてロシアでビジネスを継続することへのレピュテーションリスクに晒されてサービス提供を止める企業等、多様である。

一般的な景気後退に伴う経営環境の悪化や事業縮小であれば、来たる景気回復局面で挽回する機会もあるだろうが、今回のウクライナのケースでは、緊張緩和が幾分進んだとしても、欧米による経済制裁は（部分的な解除はあっても）当面継続すると考えられる。また、事態が長期化すると、ロシア政府の強硬な対応次第では、欧州企業がロシア国内に保有する資産が大きく毀損し、戦後、ビジネス活動が元の水準に戻るには一段の時間と費用を要するリスクがある。

IMFの経済見通し（4月公表）では、ロシアの実質GDP成長率は2022年▲8.5%、2023年▲2.3%

と2年連続のマイナス成長が見込まれている⁴。2024年からプラス成長に転じるものの、平均1%程度の成長にとどまり、2027年になってもウクライナ侵攻前（2021年）のGDP水準を回復しない。従って、ロシアの資源を活用して海外と取引するビジネスははまだしも、ロシア内需向けのビジネスの場合、厳しい事業環境が続く可能性がある。

図表6 金融機関のロシア向け債権状況（左）、ロシアに進出している外国企業の対応（右）



(注) 左図：系列はいずれも guarantor basis の値で計算。

(出所) BIS、イェール大学経営大学院調査、Haver Analytics 資料より大和総研作成

既に事業撤退の方針を明らかにした企業が損失を計上する一方、イェール大学経営大学院の調査によると、一定割合の外国企業がロシア国内で従来通りビジネスを継続しており、今後の状況次第では事業の縮小や撤退を余儀なくされるケースも出てこよう。その場合、将来のリスクを十分に織り込んでいない可能性には留意が必要である。また、友好国の企業ほど事業継続の割合が高いといえるが、非友好国の欧米の中でも相違が見られる。英国やポーランド、フィンランド等は事業撤退を選択した企業の割合が高い一方（図表7ピンク部分）、金融機関のロシア向け債権額が多いオーストリアやイタリア、フランス等では事業継続の企業の割合が高い。このように、国によって、あるいは業種によって企業の対応は様々である。

図表7 国別に見たロシア進出企業の対応（構成比、%）

	【非友好国】										【友好国】						全体	
	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	オランダ	オーストリア	フィンランド	スウェーデン	デンマーク	ポーランド	スイス	英国	米国	日本	トルコ	中国		インド
事業撤退	20.0%	13.7%	8.6%	0.0%	27.0%	4.3%	46.5%	27.3%	33.3%	57.5%	32.6%	51.1%	30.3%	1.8%	0.0%	2.0%	9.5%	25.4%
事業一時停止	36.0%	28.8%	17.1%	57.1%	27.0%	4.3%	32.6%	63.6%	33.3%	20.0%	26.1%	38.6%	38.3%	61.8%	0.0%	8.2%	9.5%	34.8%
事業縮小	15.0%	5.5%	20.0%	9.5%	21.6%	8.7%	14.0%	9.1%	14.8%	5.0%	13.0%	2.3%	13.7%	9.1%	0.0%	2.0%	19.0%	11.1%
新規投資/開発停止	15.0%	17.8%	20.0%	4.8%	13.5%	30.4%	4.7%	0.0%	18.5%	10.0%	17.4%	8.0%	10.6%	10.9%	0.0%	8.2%	4.8%	12.0%
従来通り事業継続	14.0%	34.2%	34.3%	28.6%	10.8%	52.2%	2.3%	0.0%	0.0%	7.5%	10.9%	0.0%	7.0%	16.4%	100%	79.6%	57.1%	16.7%
合計会社数	100	73	35	21	37	23	43	33	27	40	46	88	386	55	4	49	21	1290

(注) 2022年5月20日時点のデータで計算。非友好国のうち合計会社数が20以上の国を抽出。

水色：EU加盟国、赤太文字：NATO加盟国。

(出所) イェール大学経営大学院調査資料より大和総研作成

⁴ 欧州委員会の経済予測（5月公表）では2022年▲10.4%、2023年+1.5%、欧州開発銀行の見通し（3月公表）では2022年▲10%、2023年0.0%と、いずれもロシア経済に対して厳しい見方をしている。

2022-23 年は、様々な要因による拡張的な財政対応が景気を下支え

欧州委員会は、コロナ禍で停止していた安定・成長協定における財政規律を 2023 年から再適用する方針だったが、ウクライナ侵攻に伴うエネルギー・農産物価格上昇といった高インフレの継続や、ロシアへの経済制裁による影響によって、欧州経済の見通しが不確実になったことから、3 月初めの段階で、再適用の可否を再検討するとした。そして、5 月にウクライナ侵攻の影響を加味して大幅に成長率見通し（2022 年春季経済予測）を下方修正したことから、欧州委員会は、2023 年も財政規律の適用を停止し、2024 年に先送りすることを提案した。最新の予測でも、EU の財政赤字（対 GDP 比）は 2021 年の▲4.7%から 2022 年▲3.6%、2023 年▲2.5%と縮小すると予想される。多くの国で財政赤字が縮小していく中、エストニアやリトアニア、ルクセンブルク等は 2022-23 年の財政赤字が 2021 年よりも拡大すると見込まれている。また、縮小する国でも、従来の見通しに比べて縮小ペースが鈍くなっているケースが散見される（オランダ、オーストリア、ドイツ、フィンランドといった倭約国、ラトビアやブルガリア、ハンガリー、ポーランド等の東欧の国々）。エネルギー高騰対策の財政出動やウクライナからの避難民支援、国防費の増加等、ロシアのウクライナ侵攻の影響を受けている可能性が考えられる。

一方、欧州委員会は、3 月上旬に、天然ガス・原油・石炭のロシア依存から段階的に脱却する方針を示し、5 月 18 日に REPowerEU の具体案を発表した。需要面からは化石燃料を減らす省エネの加速、供給面からはエネルギー調達先の多角化、再生可能エネルギーの目標引き上げ（2030 年のエネルギーミックスに占める再エネ比率目標を従来の 40%から 45%への引き上げ）などを提案した。欧州委員会は、これらの目標実現のために、2027 年までに 2,100 億ユーロ（2021 年の EU の GDP の 1.5%程度に相当）の追加投資が必要であるとした。その財源としては、EU 復興基金の中の復興レジリエンス・ファシリティ（RRF）の融資の未使用（2,250 億ユーロ）の活用や RRF の補助金の増額（200 億ユーロ）などを想定している。短期的には、調達先の多様化に伴うコストを負担することになるだろうが、中長期的には、REPowerEU が民間投資の呼び水になり、再生可能エネルギー投資の増加等が域内の成長に寄与すると期待される。

英国経済

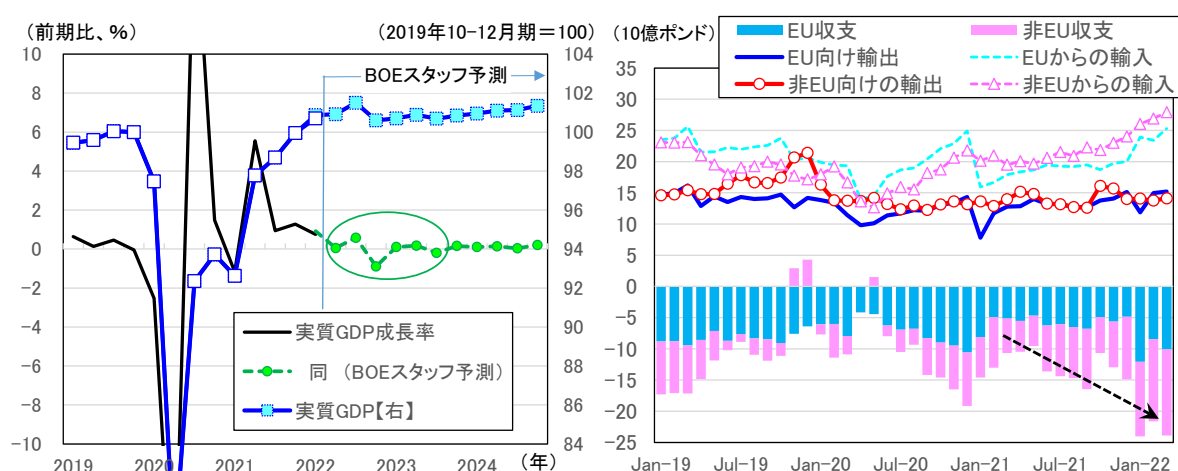
2022 年 1-3 月期の経済成長率は前期比+0.8% ~ ユーロ圏よりも高い成長を実現

英国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%（年率換算+3.0%）と 2021 年 10-12 月期前期比+1.3%）からはペースダウンしたが、ユーロ圏全体や主要国よりも高い成長となった。家計最終消費支出（非営利除く）が同+0.6%と堅調に推移し、行動制限解除に伴ってレストランやホテルへの支出が増加に転じた他、前期に続いて衣類・履物への支出増加がプラスに寄与した。個人消費以上に貢献したのが総固定資本形成であり、同+5.4%と 6 四半期ぶりに高い伸びとなった。ONS によると、建築物等の公共投資（同+23.6%）が牽引役となりサプライチェーンの混乱によって生じた輸送機器投資（同▲9.4%）の減少を相殺した。ただ、在庫増減の寄与度が大幅なプラス（同+3.90%pt）になったこともあり、あまりポジティブには評価しづらい。

外需は、輸出が前期比▲4.9%と減少した上に輸入が同+9.3%と増加したことから、外需の寄

与度は同▲4.00%pt と大幅なマイナスとなった。ONS によると、輸出に関しては、機械・輸送機器や燃料等の財の減少に加えて、金融サービスや知的財産、電気通信等のサービス輸出の不振も響いた。対照的に、機械・輸送機器や燃料の輸入は大幅に増えており、大陸欧州諸国でも見られたように、ウクライナ侵攻を受けてエネルギー確保に努めた可能性がある。一方、ウクライナ問題で混乱している最中の5月半ば、英国政府は、EU 離脱の際に EU と交わした北アイルランド議定書の内容に変更を加えようとする国内法案を発表した。英国政府は2020年9月以降、北アイルランドを巡る問題で度々EU と対立してきた。北アイルランドでの議会選挙の結果が影響している可能性も指摘されるが、お互いに弱っているこのタイミングでEU と貿易戦争を引き起こすことは、高インフレに直面している英国経済、特に家計の負担をさらに増やす恐れがある。

図表8 英国の GDP の推移（左）、英国の輸出入の推移（右）



(注) 右図：財ベース、非貨幣用金や貴金属類を含むベース。
(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

連続利上げを選択する BOE ～ 2023 年マイナス成長を見込むインパクト

BOE は5月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を25bp引き上げて1.00%とした。昨年12月に金融引き締めへ転じてから4回連続の利上げであり、コロナ禍前の金利水準を上回り、2009年2月以来の高水準となっている。9人のメンバーのうちベイリー総裁をはじめとする6人が25bpの利上げに賛成する一方、残る3人は、需要の継続的な強さ、特に労働市場のタイトさを重視して50bpの引き上げを主張した。過去の利上げの経緯⁵を踏まえると、ロシアのウクライナ侵攻がもたらす先行きの不確実性は払拭されないものの、足もと及び今後のインフレ見通しにより警戒感を強めたと考えられる。また、BOEは、政策金利が0.5%に達した2月に残高維持のための再投資をやめ、償還分だけ残高が減っていく自然減に移行したが、今回、政策金利が1.00%に達したことで、従前に取り決めていた通り、保有する英国債の売却プロセスの開始を検討する。いわゆる量的引き締め(QT)の具体的な売却戦略を次回8月の会合で明らかにし、その後の会合で売却を開始するかを決定する方針を示した。FRBに先んじて利上げに踏み切ったBOEだが、QTに関してはFRBよりも慎重に事を進めるようだ。

⁵ 2月の25bp利上げは5対4という僅差での決定であったが(4人は50bpの利上げを主張)、前回3月の会合では8対1で25bpの利上げとなった。ただ、反対票を投じたカンリフ副総裁は金利据え置きを主張した。

BOEも追加利上げと同時に景気・インフレ見通しも改定した。従来のインフレ見通し（2022年2月時点）は2022年4-6月期にかけて前年比+7.0%まで上昇し、その後インフレ率は鈍化し、2023年4-6月期に3.5%、そして2%を下回るのは2024年4-6月期という想定だった。だが、実際のインフレ率は既にBOEの想定を上回っており、ウクライナ侵攻によるエネルギーや農産物価格の上昇を踏まえると、再度の見直しは避けられなかった。5月の改定では、インフレ率は引き続き上昇して4-6月期に同+9%超、10-12月期には同+10%超に達するという見通しに引き上げられた。BOEの予想通りとなれば、1982年以来の2桁上昇になる（1950年以降のONSの試算によると、過去最大のインフレ率は1975年8月の同+24.5%である）。その後、インフレ率は鈍化して2023年10-12月期には同+3.6%に、2024年7-9月期に同+1.9%まで低下すると想定する。向こう2年間は大幅に上方修正する一方、インフレ目標2%に戻るタイミングは3ヵ月ほど後ずれするという見方である。

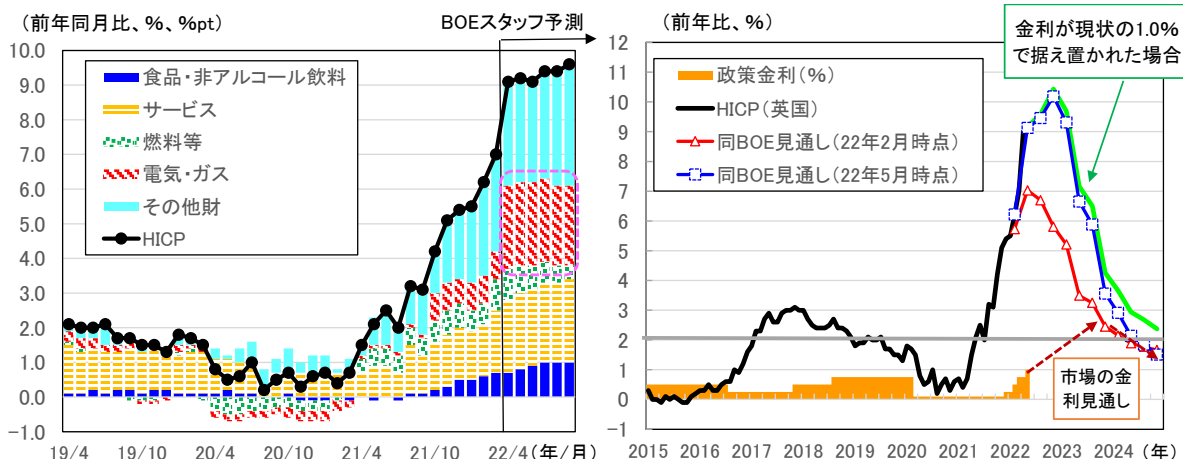
4月のCPI（HICPベース）は前年比+9.0%とBOEの5月時点の想定⁶をやや下回ったが、ONSによると1982年3月以来、約40年ぶりの高い伸びである。エネルギー価格の上限引き上げに伴うガス・電気料金の上昇がインフレ率を押し上げた。規制当局（Ofgem）は、コストを着実に反映させるべくエネルギー価格の上限の引き上げを行う。半期に1度見直される仕組みで、Ofgemは、2022年4月から9月に適用される価格の上限を約54%引き上げた。価格上限は消費者への請求額を抑制するために設けられているが、その分消費者への転嫁が後ずれし、インフレ率のピークアウトも遅れるという仕組みである。ウクライナ侵攻後の価格高騰が反映される10月には、価格上限が一段と引き上げられよう。BOEは、エネルギー価格が高止まったままなら価格上限は約40%引き上げられ、10月以降のCPI上昇率は1.5%pt押し上げられると試算する。

BOEは、金融市場が見込む金利見通しを前提として景気・インフレ見通しを発表する。金融市場は、BOEが今後も利上げを継続し、2023年後半にかけて政策金利（Bank Rate）が2.6%程度まで上昇すると見込む。ただ、2024年に入ると金利は小幅低下、つまり利下げの可能性が織り込まれ、2025年半ばには2%前後に低下するというのが市場の見方である。

一方、BOEが示した景気見通しでは、2022年は+3.8%と従前の見方（2月時点、+3.7%）とほぼ変わらないものの、2023年は2月時点の+1.3%から▲0.2%へ大幅に引き下げられ、3年ぶりのマイナス成長に落ち込み、2024年も+1.0%から+0.3%に下方修正された（いずれの予想も、政策金利はその時点の市場予想を前提にしたケースである）。四半期ごとに見ると、2四半期連続のマイナス成長（便宜的にリセッション入りを意味する）は想定されていないが、BOEは声明の中で英国経済が景気後退に陥るリスクがあると警告しており、それを体現した数字といえよう。なお、欧州委員会の経済予測（5年半ば）に付随して発表された英国の見通しは2022年+3.4%、2023年+1.6%であり、BOEほど悲観的な見方をしていない。逆に、BOEは、ユーロ圏の成長率を2022年+2.25%、2023年+1.25%と想定し、欧州委員会ほど楽観的ではない。総じて、BOEは内外の経済に対して厳しい見方をしているといえよう。

⁶ BOEスタッフによる向こう半年の推計は、4月から6月は前年比+9.1%～+9.2%のレンジで推移し、7-8月に同+9.4%、9月に同+9.6%と一段と加速するというものである。そして10-12月期には10%超となった後、漸くピークアウトする見通しだ。ちなみに、2月時点では、4月の同+7.3%がピークと見込んでいた。

図表9 英国のHICPの要因分解（左）、BOEのインフレ率【HICP上昇率】の見通し（右）



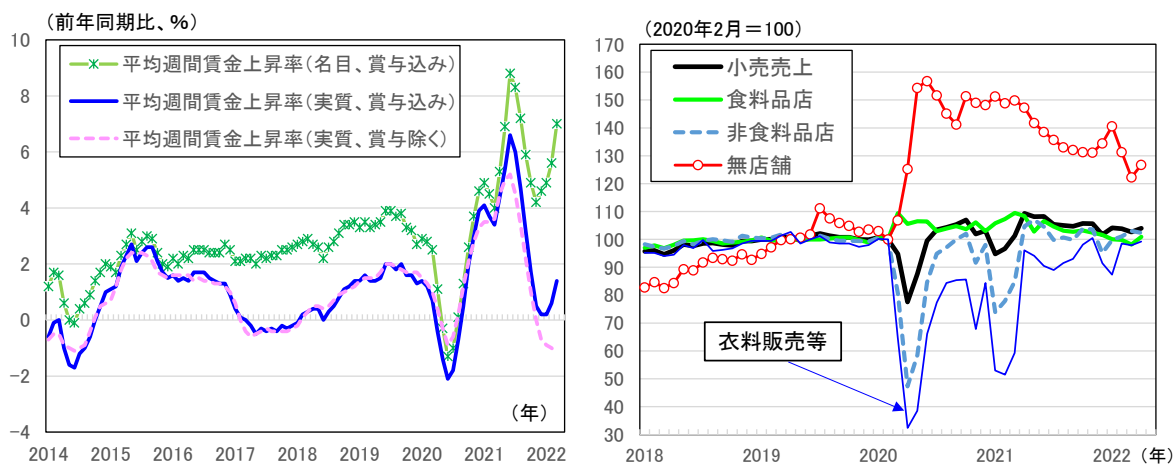
(注) 左図：BOE スタッフの予測は、金融市場が見込む金利見通しを前提にするケース。

(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

堅調な英国の雇用環境 ～ だが、高インフレによって、消費者は所得増を実感できない恐れ

2022年1-3月期の失業率が3.7%とコロナ禍前の水準を下回り、1974年以来の低水準になる等、英国の雇用環境は引き続き改善している。1-3月期の平均週間賃金上昇率（ボーナス含む）は前年比+7.0%と約半年ぶりの高い伸びとなった。ただ、インフレ率を調整した実質ベースの1-3月期の賃金上昇率は同+1.4%にとどまり、ONSによると、ボーナスも、金融・ビジネスサービスや建設等好調な一部の業種によって押し上げられているという。ボーナスを除く実質ベースでは同▲1.2%と4ヵ月連続で前年を下回っている。ユーロ圏以上に英国ではインフレ率が高まると予想され、実質賃金上昇率はマイナスで推移するだろう。エネルギーや食料品等様々な物品・サービスの価格が賃金を上回る伸び率を示している状況では、消費者は、所得が増えているという実感を得にくい。労働需給がタイトな業種では労働者はより高い賃金を要求し、業績好調な企業であれば、それに応じられる。ただ、賃金上昇率は業種によってばらつきが見られ、業種に関係なく上昇する生活必需品の負担感は、多くの消費者に重くのしかかる。

図表10 賃金上昇率の推移（左）、実質小売売上の推移（右）



(注) 左図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 11 ユーロ圏経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-0.4%	9.1%	9.3%	1.2%	1.1%	0.5%	2.4%	3.3%	2.7%	2.2%	2.0%	1.8%	5.4%	2.8%	2.4%
家計消費支出	-8.9%	16.5%	18.8%	-1.3%	0.6%	0.4%	1.6%	3.0%	2.9%	2.4%	2.5%	2.2%	3.5%	3.5%	2.4%
政府消費支出	-1.7%	8.7%	1.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.2%	2.2%	1.5%	0.8%	1.0%	0.8%	3.9%	2.1%	1.4%
総固定資本形成	0.1%	6.1%	-4.2%	14.5%	2.0%	2.2%	4.1%	4.6%	4.0%	2.6%	2.9%	2.7%	4.2%	4.1%	3.5%
輸出等	5.3%	11.8%	7.5%	11.9%	4.1%	4.7%	4.9%	4.6%	4.5%	4.1%	4.5%	4.2%	11.0%	6.6%	4.5%
輸入等	4.7%	13.3%	5.9%	19.8%	2.0%	3.9%	4.5%	4.5%	4.9%	4.1%	5.3%	4.9%	8.7%	7.1%	4.6%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.9%	14.6%	4.1%	4.7%	5.1%	3.0%	1.3%	1.8%	2.2%	2.6%	2.5%	2.2%	5.4%	2.8%	2.4%
家計消費支出	-5.6%	12.3%	2.8%	5.6%	8.3%	4.3%	0.3%	1.4%	2.0%	2.5%	2.7%	2.5%	3.5%	3.5%	2.4%
政府消費支出	2.8%	8.0%	2.6%	2.5%	3.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.0%	3.9%	2.1%	1.4%
総固定資本形成	-6.0%	18.7%	3.0%	3.9%	4.4%	3.4%	5.6%	3.2%	3.7%	3.8%	3.5%	3.0%	4.2%	4.1%	3.5%
輸出等	0.2%	26.7%	10.8%	9.1%	8.8%	7.0%	6.3%	4.6%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%	11.0%	6.6%	4.5%
輸入等	-5.6%	21.9%	10.7%	10.8%	10.1%	7.7%	7.3%	3.7%	4.4%	4.5%	4.7%	4.8%	8.7%	7.1%	4.6%
鉱工業生産（除く建設）	4.5%	23.3%	5.7%	0.2%	-0.2%	3.0%	0.9%	1.5%	2.1%	2.6%	2.4%	2.0%	7.8%	1.3%	2.3%
実質小売売上高	2.4%	11.9%	2.4%	4.2%	4.8%	4.0%	2.0%	2.5%	3.2%	3.5%	3.6%	3.5%	5.1%	3.3%	3.4%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	7.3%	6.3%	5.3%	3.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.6%	6.2%	2.4%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.0%	38.8%	32.3%	25.9%	13.1%	6.4%	6.4%	5.8%	12.3%	32.2%	7.8%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.9%	6.8%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	6.9%	6.9%	7.7%	6.9%	7.0%
10億ユーロ															
貿易収支	68.8	38.4	25.9	-16.5	-37.2	-10.5	-8.7	-3.2	-6.7	3.2	12.6	10.2	116.6	-70.2	-25.7
経常収支	101.6	87.9	73.2	22.3	35.8	33.7	36.1	42.8	42.8	43.9	42.7	51.8	285.0	148.4	181.1
財政収支	-202.6	-190.6	-119.2	-114.8									-624.5	-471.4	-326.1
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	0.93%	1.10%	1.25%	1.30%	1.20%	1.15%	1.15%	-0.31%	0.86%	1.20%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	0.75%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.00%	0.75%	1.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年5月23日時点）。

（出所）Eurostat、ECB、大和総研

図表 12 英国経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-4.6%	24.1%	3.8%	5.2%	3.0%	0.3%	1.6%	-1.7%	3.6%	-0.9%	1.5%	2.1%	7.4%	3.7%	0.9%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.2%	2.0%	1.8%	1.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%	6.2%	4.9%	1.9%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-6.7%	1.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	14.3%	1.4%	0.4%
総固定資本形成	-3.7%	7.0%	1.6%	4.4%	23.4%	1.8%	7.5%	10.5%	5.5%	-9.0%	-3.2%	0.5%	5.9%	8.9%	2.1%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-18.3%	11.2%	5.5%	2.5%	3.5%	4.0%	5.0%	5.8%	-1.3%	2.4%	4.4%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	42.7%	-13.8%	1.3%	6.5%	7.0%	1.0%	2.8%	4.3%	3.8%	10.8%	2.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-5.0%	24.5%	6.9%	6.6%	8.7%	3.1%	2.5%	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	1.5%	7.4%	3.7%	0.9%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.5%	4.2%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	6.2%	4.9%	1.9%
一般政府消費支出	2.0%	35.4%	13.4%	10.5%	7.5%	-0.5%	0.2%	-1.1%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%	14.3%	1.4%	0.4%
総固定資本形成	-2.4%	21.6%	4.9%	2.3%	8.8%	7.4%	8.9%	10.5%	6.3%	3.3%	0.7%	-1.7%	5.9%	8.9%	2.1%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	4.5%	0.1%	5.8%	-0.4%	5.6%	3.9%	3.7%	4.6%	-1.3%	2.4%	4.4%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	20.3%	10.5%	6.0%	7.3%	-0.1%	3.9%	4.3%	3.7%	3.8%	10.8%	2.9%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.0%	2.8%	2.9%	2.5%	1.6%	1.0%	1.0%	1.6%	5.1%	2.5%	1.3%
実質小売売上高	-0.9%	23.1%	0.7%	0.4%	6.1%	-2.4%	4.3%	4.2%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%	5.2%	3.0%	2.8%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.1%	9.0%	10.1%	9.0%	5.6%	4.9%	2.2%	2.6%	8.6%	5.3%
生産者物価（出荷価格）	1.0%	4.2%	6.2%	9.1%	10.7%	15.8%	16.7%	18.1%	15.7%	9.3%	7.7%	1.7%	5.2%	15.4%	8.4%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.1%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.5%	3.7%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-38.3	-33.6	-45.6	-38.5	-69.6	-47.9	-46.3	-48.2	-49.9	-48.7	-47.9	-47.5	-156.1	-211.9	-194.1
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-36.8	-25.5	-24.1	-25.7	-27.2	-26.2	-25.5	-25.2	-60.0	-112.1	-104.0
財政収支	-42.0	-58.7	-36.3	-29.9	-17.7								-167.0		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	1.90%	2.00%	2.10%	2.00%	1.90%	1.85%	1.80%	0.79%	1.85%	1.89%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	0.25%	1.50%	1.50%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年5月23日時点）。

（出所）ONS、イングランド銀行、大和総研